

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS | JUNIO / JULIO 2022

Mosaique Views

03 Resumen

04 Perspectiva de la asignación de activos

05 Renta variable: Regiones

06 Renta variable: Sectores

07 Renta fija

07 Divisas

Los mercados en perspectiva

El ataque de Rusia a Ucrania reducirá el crecimiento y disparará la inflación



Dr. Carlos Mejia
Chief Investment
Officer



Nuestros pensamientos siguen estando con los perjudicados por el terrible conflicto que sigue en marcha, lo que relativiza nuestras preocupaciones económicas. De todos modos, esas preocupaciones deberían ser un poco menos acuciantes. Hasta ahora, el conflicto ha tenido menos impacto en la economía mundial del que podría haber tenido.

Puede que el crecimiento se esté ralentizando, pero todavía no hay signos de la temida recesión. Las economías desarrolladas tenían impulso al entrar en esta crisis geopolítica, entre otras cosas por la reposición generalizada de inventarios tras la pandemia. En China, se están suavizando los bloqueos relacionados con la crisis, lo que promete un repunte del crecimiento.

Los costes de la energía en términos reales aún no son tan elevados como parecen -los precios reales del petróleo fueron más altos en 2012- e incluso el mayor rechazo de Occidente a las exportaciones rusas podría no desencadenar picos más dramáticos.

Tampoco las condiciones monetarias son especialmente estrictas. En todo caso, los costes reales de los intereses y la carga de la deuda han disminuido durante el último año, incluso cuando los tipos de interés oficiales han empezado a subir, como resultado del aumento de la inflación.

Por tanto, hablar de "stagflation" nos parece todavía prematuro. Dicho esto, el clima de inversión sigue siendo más arriesgado. Esperamos que se llegue pronto a un acuerdo pacífico, pero también es posible que se produzca una escalada incluso ahora: puede que no prevalezca la racionalidad. Y los bancos centrales no permitirán que la política siga siendo tan relajada: las expectativas de tipos de interés han retomado su deriva alcista anterior a la crisis.

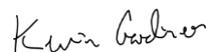
Ya habíamos reducido nuestras ponderaciones en la renta variable en el nuevo año, cuando quedó claro que los bancos centrales estaban planeando (con bastante retraso) empezar a normalizar unas condiciones monetarias que se habían vuelto innecesariamente laxas. Las redujimos aún más al conocer la noticia de la invasión.

Sin embargo, nuestras participaciones en renta variable han vuelto a ser neutrales únicamente: seguimos viendo que la rentabilidad de las empresas sigue siendo saludable, y las valoraciones, aunque elevadas, no son descabelladas. Y los fondos liberados se mantienen como activos líquidos: seguimos firmemente infraponderados en renta fija.

No creíamos que la reducción del apetito por el riesgo a nivel mundial fuera a ser lo suficientemente grande como para que la renta fija se recuperara durante mucho tiempo y, de hecho, los principales rendimientos de la deuda pública a ambos lados del Atlántico están de nuevo en nuevos máximos de varios años, impulsados recientemente por ese esperado repunte de los tipos de interés reales.



Kevin Gardiner
Global Investment
Strategist



Resumen

Junio/Julio 2022

Hemos reducido nuestra doble (máxima) sobreponderación en renta variable a neutral, en dos etapas: primero a principios de enero y luego el 24 de febrero. Hemos mantenido una doble infraponderación en renta fija y en su lugar hemos asignado los fondos al efectivo, donde ahora estamos doblemente sobreponderados.

RENTA VARIABLE



Recortamos nuestra sobreponderación, en primer lugar, para reflejar el aumento del riesgo de los tipos de interés y, a continuación, por las perturbaciones y la desaceleración económica asociadas al conflicto de Ucrania (el riesgo de un crecimiento más lento no se ha traducido en una reducción significativa del riesgo de los tipos de interés). Sin embargo, es posible que la rentabilidad de las empresas no se vea muy afectada, y seguimos considerando que la renta variable es la clase de activos con más probabilidades de preservar la riqueza real a largo plazo.

RENTA FIJA



Pasamos a infraponderar al máximo los bonos en 2021. A pesar de la reciente subida de los rendimientos y del probable impulso a la demanda de refugio resultante de la crisis ucraniana, seguimos viendo pocas posibilidades de que esta clase de activos ofrezca rendimientos a largo plazo que superen la inflación. Seguimos prefiriendo los mercados corporativos y emergentes por delante de la deuda pública básica, y a pesar de que las curvas de rendimiento son más planas, seguimos infraponderando la duración.

MERCADO MONETARIO



La perspectiva de una rentabilidad real positiva está aún lejos, pero la estabilidad nominal del efectivo, y la oportunidad que ofrece de aprovechar la volatilidad de las acciones (o eventualmente, de los bonos), lo hacen atractivo actualmente. No esperamos que la sobreponderación dure lo suficiente como para incurrir en una gran erosión por la inflación.

ORO



El oro ha sido un depósito de valor a largo plazo durante tres milenios, aunque su volatilidad a corto plazo puede ser elevada. Su credibilidad a largo plazo no depende de los bancos centrales, los gobiernos o una conexión a Internet, y sus bajas correlaciones con las inversiones tradicionales pueden proporcionar diversificación. Desde el punto de vista táctico, el impulso que puede recibir de la inflación actual se ve compensado para nosotros por la perspectiva de una subida de los tipos de interés (reales).

Perspectiva de la asignación de activos

| CLAVE | - | Neutral | + |
|--------------------|---|---------|---|
| Sobreponderación | ● | ● | ● |
| Peso de referencia | ● | ● | ● |
| Infraponderación | ● | ● | ● |

Renta fija

EUR

| | | | | | |
|------------------|---|---|---|---|---|
| De alta calidad | ● | ● | ● | ● | ● |
| IG de bajo grado | ● | ● | ● | ● | ● |
| Alto rendimiento | ● | ● | ● | ● | ● |
| Duración | ● | ● | ● | ● | ● |

USD

| | | | | | |
|------------------|---|---|---|---|---|
| De alta calidad | ● | ● | ● | ● | ● |
| IG de bajo grado | ● | ● | ● | ● | ● |
| Alto rendimiento | ● | ● | ● | ● | ● |
| Duración | ● | ● | ● | ● | ● |

CHF

| | | | | | |
|------------------|---|---|---|---|---|
| De alta calidad | ● | ● | ● | ● | ● |
| IG de bajo grado | ● | ● | ● | ● | ● |
| Alto rendimiento | ● | ● | ● | ● | ● |
| Duración | ● | ● | ● | ● | ● |

Oro

| | | | | | |
|-----|---|---|---|---|---|
| Oro | ● | ● | ● | ● | ● |
|-----|---|---|---|---|---|

Divisas

| | | | | | |
|-----------------|---|---|---|---|---|
| USD | ● | ● | ● | ● | ● |
| EUR | ● | ● | ● | ● | ● |
| CHF | ● | ● | ● | ● | ● |
| Resto del mundo | ● | ● | ● | ● | ● |

Regiones de renta variable

| | - | Neutral | + |
|------------------------------|---|---------|---|
| América del Norte | ● | ● | ● |
| Europa desarrollada sin R.U. | ● | ● | ● |
| Reino Unido | ● | ● | ● |
| Suiza | ● | ● | ● |
| Japón | ● | ● | ● |
| Pacífico sin Japón | ● | ● | ● |
| EM sin Asia | ● | ● | ● |
| EMAsia | ● | ● | ● |

Sectores de renta variable

E.E.UU.

| | | | | | |
|----------------------|---|---|---|---|---|
| Energía | ● | ● | ● | ● | ● |
| Materiales | ● | ● | ● | ● | ● |
| Industriales | ● | ● | ● | ● | ● |
| Servicios públicos | ● | ● | ● | ● | ● |
| Consumo discrecional | ● | ● | ● | ● | ● |
| Productos básicos | ● | ● | ● | ● | ● |
| Comunicaciones | ● | ● | ● | ● | ● |
| Sanidad | ● | ● | ● | ● | ● |
| Tecnología | ● | ● | ● | ● | ● |
| Finanzas | ● | ● | ● | ● | ● |
| Inmobiliaria | ● | ● | ● | ● | ● |

Europa

| | | | | | |
|----------------------|---|---|---|---|---|
| Energía | ● | ● | ● | ● | ● |
| Materiales | ● | ● | ● | ● | ● |
| Industriales | ● | ● | ● | ● | ● |
| Servicios públicos | ● | ● | ● | ● | ● |
| Consumo discrecional | ● | ● | ● | ● | ● |
| Productos básicos | ● | ● | ● | ● | ● |
| Comunicaciones | ● | ● | ● | ● | ● |
| Sanidad | ● | ● | ● | ● | ● |
| Tecnología | ● | ● | ● | ● | ● |
| Finanzas | ● | ● | ● | ● | ● |
| Inmobiliaria | ● | ● | ● | ● | ● |

Renta variable: Regiones

RESUMEN

La amenaza para el crecimiento que supone el conflicto de Ucrania nos ha llevado a reducir nuestras ponderaciones en Europa (continental), con la excepción de Suiza, donde las hemos aumentado debido a sus características defensivas. Seguimos sin estar convencidos por el Reino Unido y los mercados emergentes (ex Asia), intensivos en materias primas, pero en cambio esperamos que se reanude el liderazgo de EE.UU. y que los mercados emergentes de Asia recuperen cierto aplomo. Rusia, que forma parte del bloque de mercados emergentes de Europa del Este, es actualmente inviable para los inversores internacionales.

América del Norte



Ucrania puede tener poco efecto directo en este sentido. La reposición de existencias, junto con la demanda de consumo reprimida, hace que parezca probable que sostenga el crecimiento incluso cuando la política fiscal y monetaria se vuelva más restrictiva. El apalancamiento operativo puede seguir impulsando la rentabilidad esperada en 2022, aunque los costes aumenten.

Japón



Las valoraciones han sido atractivas, pero la tendencia a mejorar la rentabilidad se había desvanecido mucho antes de que llegara la pandemia. El cambio del mercado japonés a uno de comportamiento más convencional capitalista sigue progresando pausadamente.

Europa desarrollada sin R.U.



Hemos vuelto a bajar a infraponderar: Europa está más estrechamente vinculada económicamente a Ucrania y Rusia, y sus mercados bursátiles pueden ser relativamente sensibles en momentos de tensión cíclica y financiera mundial.

Pacífico sin Japón



Los fuertes precios de las materias primas ofrecen apoyo a la economía australiana, pero el aumento de los tipos de interés en dólares y las actuales tensiones políticas pueden frenar a Hong Kong. Nos mantenemos neutrales.

Reino Unido



Las elevadas ponderaciones del mercado británico en sectores impopulares y con problemas de ESG, como el petróleo y la minería, han jugado en su contra, pero se han descontado muchas cosas y, cuando los precios de las materias primas se recuperaron en 2021, pasamos a ser neutrales. No nos inclinamos a añadir más, a pesar de Ucrania.

EM sin Asia



Anteriormente dominado por Rusia (con su intenso riesgo geopolítico, su débil gobernanza y su economía poco diversificada) y América Latina (con problemas de gobernanza, una ponderación similar de las materias primas y la volatilidad de los tipos de cambio), Rusia ha sido eliminada efectivamente del índice de referencia, pero no queremos perseguir los precios de las materias primas desde aquí: nos mantenemos neutrales.

Suiza



Las grandes ponderaciones en sanidad y productos básicos de consumo dan al mercado suizo una orientación defensiva: en el clima actual, más nervioso, esto ya no es el factor disuasorio que era y hemos reducido nuestra infraponderación.

EM Asia



China domina este bloque, y se ha visto gravemente afectada por una combinación de problemas normativos, cíclicos, geopolíticos y, ahora, de contagio. Está cotizando a las valoraciones relativas más bajas desde que China se unió a la OMC, y en contraste con Rusia sigue siendo invertible (en nuestra opinión). A largo plazo, los países emergentes de Asia seguirán siendo la región más dinámica, ya que el PIB y el capital mundial se dirigen hacia ellos. Mantenemos la sobreponderación.

Renta variable: Sectores

RESUMEN

Todavía no vemos una reversión total del liderazgo del mercado del año pasado, y hemos estado favoreciendo una mezcla de crecimiento cíclico y estructural, financiada por posiciones infraponderadas en sectores más defensivos y de renta fija. Sin embargo, a raíz del ataque a Ucrania, hemos reducido algunas posiciones cíclicas y hemos pasado a infraponderar los sectores defensivos.

Sanidad (US)

Sanidad (EUx)¹

Es el único sector defensivo en el que tenemos una posición sobreponderada, inicialmente en Estados Unidos y más recientemente también en Europa. No es sólo defensivo: la sanidad también puede ofrecer crecimiento a largo plazo.

Tecnología (US)

Tecnología (EUx)

Un sector de larga duración, pero que también puede tener un comportamiento cíclico. El año pasado redujimos nuestra sobreponderación al inclinarnos por sectores menos afectados por el aumento de los tipos de interés a largo plazo.

Industriales (US)

Industriales (EUx)

Un sector cíclico de ciclo tardío que suele resistir la subida de los tipos de interés, pero que es vulnerable al conflicto: hemos bajado a neutral.

Materiales (US)

Materiales (EUx)

Los materiales se enfrentan a más vientos en contra que la mayoría de los sectores por consideraciones ESG a largo plazo, pero las valoraciones se han vuelto convincentes y el conflicto puede favorecerlos durante un tiempo: mantenemos la sobreponderación.

Energía (US)

Energía (EUx)

Las valoraciones han repuntado más por razones obvias, pero vemos que los retos estructurales y de ESG (como el suministro de energía alternativa) son todavía demasiado grandes para que cambiemos nuestras opiniones tácticas.

Inmobiliaria (US)

Inmobiliaria (EUx)

A pesar de tener cierto contenido cíclico, el sector suele funcionar como un sustituto de los bonos. Se trata de acciones, no de inmuebles directos.

Comunicaciones (US)

Comunicaciones (EUx)

Un beneficiario de los cambios en las prácticas de trabajo a largo plazo, pero también un objetivo de la preocupación normativa y de las tasas más altas a largo plazo. No es especialmente sensible al conflicto. Nos mantenemos neutrales.

Servicios públicos (US)

Servicios públicos (EUx)

Mantenemos la infraponderación: es demasiado defensiva y sensible a los bonos para que resulte atractiva todavía.

Finanzas (US)

Finanzas (EUx)

Pasamos a sobreponderar el sector financiero E.E.U.U. en 2021, pero ahora hemos vuelto a ser neutrales y a infraponderar Europa. El sector financiero se beneficia de la subida de los tipos de interés, pero también es muy sensible a los nervios del mercado y a los riesgos de crecimiento.

Consumo discrecional (US)

Consumo discrecional (EUx)

Las perspectivas de crecimiento cíclico se han desvanecido con el conflicto, sobre todo en Europa, donde la pérdida del negocio ruso será más visible. Hemos reducido el sector a neutral.

Productos básicos (US)

Productos básicos (EUx)

La actitud defensiva es menos disuasoria en el clima actual, y es menos probable que se vea afectada por las sanciones que otros. Hemos cerrado la posición de doble infraponderación.

¹ EUx = Europa desarrollada sin el Reino Unido

Renta fija

RESUMEN

A pesar de los nuevos aumentos de los rendimientos de los bonos (y de las subidas de los tipos de interés oficiales de EE.UU. y del Banco de Inglaterra), por ahora seguimos infraponiendo la duración. El conflicto no ha impulsado el atractivo de los refugios como podría haberlo hecho, y el riesgo de inflación y de tipos de interés sigue siendo importante. Los bancos centrales siguen estando más "detrás de la curva" de lo que tenían previsto. También seguimos prefiriendo el crédito de menor calidad dentro de Investment Grade y High Yield (o "alto rendimiento") a los bonos gubernamentales básicos: los diferenciales se han ampliado notablemente.

De alta calidad (USD) 

De alta calidad (EUR, CHF) 

El riesgo de inflación y de tipos de interés sigue siendo un obstáculo para los mercados de deuda pública básica y de bonos corporativos de alta calidad, que siguen siendo caros, incluso después de las nuevas ventas.

IG de bajo grado(USD) 

IG de bajo grado (EUR, CHF) 

El apoyo de las compras de los bancos centrales está desapareciendo, pero el flujo de caja y la solvencia de las empresas siguen siendo sólidos por el momento. No creemos que continúe la reciente ampliación de los diferenciales.

HY Alto rendimiento (USD) 

HY Alto rendimiento (EUR, CHF) 

Incluso a la luz del conflicto, parece demasiado pronto para que los fundamentos corporativos se deterioren significativamente. Las consideraciones de liquidez pueden ser pobres en este segmento, pero por el momento nos mantenemos constructivos.

Duración 

Las curvas de rendimiento se han aplanado aún más a medida que se han descontado las subidas previstas de los tipos de interés oficiales -a pesar de la crisis ucraniana- y es posible que este proceso no haya terminado. Sin embargo, hay espacio para que los rendimientos suban en toda la curva, y puede que sea demasiado pronto para cerrar nuestra infraponencia de la duración en los grandes mercados de bonos.

Divisas

RESUMEN

Los principales tipos de cambio se han mantenido notablemente estables ante el súbito aumento del riesgo: el dólar ha subido un poco por la demanda de refugio y el aumento de las expectativas de los tipos de interés, pero no ha salido de los principales rangos de negociación (en contraste, por ejemplo, con los rendimientos de los bonos). Por el momento nos mantenemos neutrales. A largo plazo, es probable que el dólar siga siendo la mayor divisa de reserva en el futuro inmediato: las conversaciones sobre la alteración del comportamiento de la facturación no afectarán a la demanda y a la oferta subyacente. El renminbi no podrá desafiar más al dólar hasta que desaparezcan los controles de capital y el superávit estructural por cuenta corriente de China.

Dólar americano 

Suele ser un refugio seguro en momentos de tensión, pero también un beneficiario potencial de un ciclo de endurecimiento monetario liderado por Estados Unidos. No está especialmente caro. La crisis ucraniana inclina las probabilidades un poco más a su favor, pero todavía no de forma decisiva.

Euro 

Cerramos nuestra infraponencia en 2020 cuando quedó claro que la iniciativa de préstamo franco-alemana apoyaría las perspectivas de la Unión y su moneda común. Puede volver a ser vulnerable por los nervios de Ucrania.

CHF 

El atractivo del franco como refugio seguro no ha sido tan evidente en los últimos meses, quizá porque está más cerca de Ucrania que del dólar.

Resto del mundo¹ 

Las expectativas sobre la economía del Reino Unido fuera de la UE son probablemente demasiado bajas; las perspectivas de crecimiento y el atractivo de la inversión en China pueden no estar infravalorados.

¹ GBP, YEN, Renminbi, AUD

Wealth Insights

En el corazón de Wealth Insights se encuentra un amplio conjunto de publicaciones oportunas y perspicaces, podcasts e infografías.

Para obtener más información sobre nuestros Investment Insights, visite nuestra página.

www.rothschildandco.com/insights



Este documento ha sido elaborado por Rothschild & Co Bank AG, Zollikerstrasse 181, 8034 Zurich (el "Banco") con fines meramente informativos y de marketing y para uso exclusivo del destinatario. Salvo en el caso del Banco lo autorice expresamente por escrito, queda prohibida la copia, reproducción, distribución o transmisión de este documento, ya sea de forma parcial o en su totalidad, a cualquier otra persona. Este documento no constituye una recomendación personal o una oferta o invitación a comprar o vender títulos o cualquier otro producto bancario o de inversión. Nada de lo que figura en este documento constituye asesoramiento jurídico, contable o fiscal. Aunque la información y los datos que aquí figuran se han obtenido de fuentes consideradas fiables, no se ofrecen garantías, ya sea de forma expresa o implícita, ni ahora ni en el futuro, sobre su fiabilidad y, salvo en caso de fraude, el Banco no acepta responsabilidad u obligación alguna con respecto a la imparcialidad, precisión o integridad de este documento o a la información en la que se basa o a la fiabilidad que se le otorgue.

En particular, no se ofrecen garantías respecto al alcance o la razonabilidad de cualesquiera proyecciones futuras, objetivos, estimaciones o pronósticos que figuren en este documento. Asimismo, todas las opiniones y datos utilizados en este documento están sujetos a cambios sin previo aviso. Rothschild & Co Bank AG distribuye este documento en Suiza. La legislación o otras regulaciones podrían restringir la distribución de este documento en ciertas jurisdicciones. En consecuencia, los destinatarios del mismo deben informarse acerca de todos los requisitos legales y regulatorios, y cumplirlos. Con el fin de descartar cualquier posible duda, quedan prohibidos la copia, el envío y la introducción de este documento en Estados Unidos, así como su distribución en dicho país o a una persona estadounidense. Rothschild & Co Bank AG tiene su sede social en Zollikerstrasse 181, 8034 Zürich, Suiza y está autorizada y regulada por la Autoridad Federal de Supervisión de los Mercados Financieros (FINMA).